

मूल्य और वित्तीय स्थिरता: पूरकता और संतुलन प्रबंधन*

शक्तिकान्त दास

कौटिल्य इकोनॉमिक कॉन्क्लेव, 2023 में दुबारा आकर मुझे खुशी हो रही है। यह आयोजन समय की आवश्यकता के अनुरूप आर्थिक और अन्य नीतिगत मुद्दों पर समग्र दृष्टिकोण से चर्चा के लिए एक महत्वपूर्ण मंच के रूप में उभर रहा है। मुझे विश्वास है कि यहां उपस्थित गणमान्य वर्तमान और भविष्य में हमारे सामने आने वाले विषयों और चुनौतियों पर विचार-विमर्श में महत्वपूर्ण योगदान देंगे।

6 अक्टूबर 2023 के अपने पिछले मौद्रिक नीति वक्तव्य की शुरुआती पंक्ति में मैंने मैक्रोइकोनॉमिक संदर्भ में स्थिरता पर कौटिल्य की अवधारणा का उल्लेख किया था। अब मैं मूल्य और वित्तीय स्थिरता से जुड़ी परस्पर अवलंबित पूरकता और संतुलन प्रबंधन पर अपने विचार साझा करता हूँ। मैं इन अपेक्षित लक्ष्यों को प्राप्त करने के लिए मिली-जुली नीति और भारत में इन मुद्दों से निपटने में हमारे अनुभव भी साझा करूंगा। जाहिर है, इस विषय को इस आर्थिक सम्मेलन के नाम को देखते हुए चुना गया है।

लेकिन सबसे पहले मैं वर्तमान वैश्विक परिस्थितियों पर टिप्पणी करते हुए शुरू करना चाहूंगा। वैश्विक अर्थव्यवस्था तीन चुनौतियों का सामना कर रही है - (i) मुद्रास्फीति में धीमी गति से गिरावट जो बीच-बीच में आने वाले और अतिव्यापी आघातों से बाधित हो रही है; (ii) धीमी संवृद्धि, वह भी नई और बढ़ी हुई बाधाओं के साथ; और (iii) वित्तीय अस्थिरता के अदृश्य जोखिम। केंद्रीय बैंकों ने मूल्य स्थिरता को प्राथमिकता देते हुए नीतिगत दरों में आक्रामक रूप से वृद्धि की है, और दरों को लंबे समय तक उच्च रखने का संकेत दिया है। उनमें से कुछ ने दरों में बढ़ोतरी को रोक रखा है। कुछ विकसित अर्थव्यवस्थाओं में हाल ही में बैंकिंग क्षेत्र में उथल-पुथल के बाद अन्य कारकों के

साथ वित्तीय स्थिरता की चिंताओं ने ऐसा करने के लिए विवश किया है। वित्तीय बाजार छोटी सी हर नई जानकारी के प्रति अत्यधिक संवेदनशील हो गए हैं। एक साथ कई प्रकार की परिस्थितियां उभरने के कारण नीति निर्माण कार्य असाधारण रूप से जटिल हो गया है। इसके अलावा, केंद्रीय बैंक अल्प कदम उठाने या कुछ अधिक करने के बीच तनाव का सामना कर रहे हैं। हालांकि कई केंद्रीय बैंक कुछ अधिक उपाय करने की सोचते हैं, जो कुछ हद तक उच्च लंबे नीतिगत रुख के लिए जरूरी होता है, लेकिन वित्तीय अस्थिरता का जोखिम उन्हें ऐसा करने के लिए रोकता है। कच्चे तेल की कीमतों, बॉन्ड प्रतिफल और अमेरिकी डॉलर में हालिया उछाल जैसे हर आघात के साथ नीतिगत दुविधा के अतिरिक्त आयाम उत्पन्न हो जाते हैं और उनके द्वारा किए जाने वाले प्रयासों को प्रभावित करते हैं।

ऐसी स्थिति में, मूल्य और वित्तीय स्थिरता की आवश्यकताओं के बीच संघर्ष उत्पन्न हो सकता है, लेकिन नीति निर्माताओं को चतुराई से एक अच्छा संतुलन स्थापित करना पड़ता है, क्योंकि यह ध्यान में रखना महत्वपूर्ण है कि मूल्य और वित्तीय स्थिरता मध्यम से लंबी अवधि में एक-दूसरे को मजबूत करते हैं। टिकाऊ प्रगति के लिए स्थिरता का होना आवश्यक है। जैसा कि कौटिल्य ने बहुत पहले समझाया था: "कौन सा बेहतर है - तत्काल छोटा लाभ या भविष्य में बड़ा लाभ? भविष्य में एक बड़ा लाभ बेहतर है यदि यह भविष्य में बीज पैदा करने वाले फल की तरह हो।"¹ इस पृष्ठभूमि के साथ मैं वैश्विक परिदृश्य में उत्पन्न मूल्य और वित्तीय स्थिरता की अवधारणा के साथ शुरू करता हूँ।

वैश्विक पृष्ठभूमि: मूल्य और वित्तीय स्थिरता का क्रमिक विकास

केंद्रीय बैंकों की भूमिका 19 वीं शताब्दी में बढ़ने लगी, क्योंकि उन्हें मुख्य रूप से अंतिम चरण के ऋणदाता (एलओएलआर) के रूप में माना जाने लगा [बागेहोट, 1873]²। एलओएलआर सिद्धांत आधुनिक केंद्रीय बैंकिंग की आधारशिला बना हुआ है, और समय के साथ-साथ वित्तीय बाजारों और संस्थानों के संबंध में वित्तीय स्थिरता को शामिल करने के लिए इसका दायरा बढ़ गया है। अतः ऐतिहासिक रूप से वित्तीय स्थिरता केंद्रीय बैंकों का मुख्य उद्देश्य

* आर्थिक विकास संस्थान और वित्त मंत्रालय, भारत सरकार, नई दिल्ली द्वारा आयोजित कौटिल्य आर्थिक सम्मेलन में भारतीय रिजर्व बैंक के गवर्नर श्री शक्तिकान्त दास दिया गया भाषण – 20 अक्टूबर, 2023

¹ कौटिल्य – दी अर्थशास्त्र, एल. एन. रंगराजन, पेंगुइन, 1992।

² लोम्बार्ड स्ट्रीट: ए डिस्क्रीप्शन ऑफ मनी मार्केट बाय वाल्टर बागेहोट।

रहा है जिसमें वित्तीय संकट की रोकथाम और प्रबंधन दोनों शामिल हैं।

20 वीं शताब्दी के उत्तरार्ध में, युद्ध के बाद के राजकोषीय उपायों और तेल कीमतों के बार-बार के आघातों के कारण, आर्थिक गतिविधि में ठहराव की पृष्ठभूमि में, दुनिया भर में मुद्रास्फीति बढ़ने के कारण मूल्य स्थिरता केंद्रीय बैंकों का मुख्य उद्देश्य बन गया। 1990 के दशक की शुरुआत से जैसे-जैसे मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण ने जोर पकड़ा, व्यापक रूप से एक आम धारणा बनी कि मौद्रिक नीति को मुख्य रूप से - या शायद पूरी तरह से - मूल्य स्थिरता पर ध्यान केंद्रित करना चाहिए, जिसमें वित्तीय स्थिरता विवेकपूर्ण विनियमन और पर्यवेक्षण के दायरे में शामिल हो। मूल्य स्थिरता को वित्तीय स्थिरता की सबसे अच्छी कुंजी के रूप में देखा गया।

1990 के दशक और 2000 के दशक की शुरुआत में ग्रेट मॉडरेशन युग के दौरान स्थिर संवृद्धि तथा निम्न और स्थिर मुद्रास्फीति की विस्तारित अवधि ने केंद्रीय बैंकों को वित्तीय प्रणाली के विनियमन और पर्यवेक्षण के संबंध में आत्मसंतोष की भावना में डाल दिया। इसी दरम्यान वित्तीय अस्थिरता के बीज अदृश्य रूप से पनप रहे थे। इसलिए, जल्द ही, मूल्य स्थिरता के वित्तीय प्रणाली के एक स्वचालित स्थिरकर्ता होने के पारंपरिक समझ को इस दृष्टिकोण से दूर कर दिया गया कि जरूरी नहीं मूल्य स्थिरता अपने दम पर वित्तीय स्थिरता की रक्षा कर सके। 2008 के वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी)³ से यह धारणा और भी मजबूत हुई। गवर्नर सुब्बाराव (2012) ने इसे स्वीकार करते हुए कहा कि "वैश्विक वित्तीय संकट, और उसके बाद यूरो ज़ोन ऋण संकट ने केंद्रीय बैंकिंग की विचारधारा को मौलिक तरीके से बदल दिया। 2008 के संकट से पहले केंद्रीय बैंकिंग की रुढ़िवादिता थी: एकल उद्देश्य - मूल्य स्थिरता; एकल साधन - अल्पकालिक ब्याज दर। ... यह संकट उन केंद्रीय बैंकों के लिए एक महत्वपूर्ण सबक था जिन्होंने मूल्य स्थिरता की अपनी एकल धारणा में वित्तीय स्थिरता की उपेक्षा की।"⁴

³ जीएफसी की घटना के लिए कई कारण बताए गए थे। एक कारण उच्च घरेलू ऋणग्रस्तता थी, विशेष रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में जो लिवरेज के कारण अस्थिर स्तर तक बढ़ गई, जिसके परिणामस्वरूप अमेरिकी सब-प्राइम मोर्टगेज संकट और यूरोपीय ऋण के बने रहने संबंधी संकट उत्पन्न हुआ।

⁴ सुब्बाराव, डी. (2012), "प्राइस स्टेबिलिटी, फाइनेंसियल स्टेबिलिटी एंड सॉवरन डेट सस्टेनेबिलिटी पॉलिसी चैलेंजेस फ्रॉम दी न्यू ट्रिलेमा", फरवरी।

जीएफसी के दौरान विश्व के सभी केंद्रीय बैंकों ने ब्याज दरों को अति-निम्न स्तर तक कम करने और निवेशकों और परिवारों के बीच उत्साह को फिर से जगाने के लिए बड़े पैमाने पर मौद्रिक प्रोत्साहन दिया। इन उपायों का उद्देश्य निकट अवधि में वित्तीय स्थिरता को बहाल करना था, लेकिन इसने भविष्य की मूल्य स्थिरता को खतरे में डाल दिया, जिससे मूल्य और वित्तीय स्थिरता के बीच एक इंटर-टेम्पोरल ट्रेडऑफ पैदा हुआ। दूसरे शब्दों में, जीएफसी के दौरान वित्तीय स्थिरता जोखिमों को दूर करने के लिए किए गए बड़े पैमाने पर मौद्रिक और राजकोषीय समायोजन ने बाद के वर्षों में मुद्रास्फीति दबाव के बीज बोए। इस बीच, केंद्रीय बैंक वित्तीय स्थिरता के मुद्दों को लेकर अधिक सक्रिय हो गए थे।

केंद्रीय बैंकों को कोविड-19 महामारी के दौरान फिर से मूल्य और वित्तीय स्थिरता के बीच संतुलन स्थापित करने की समस्या का सामना करना पड़ा क्योंकि वैश्विक स्तर पर वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि और आपूर्ति शृंखला के व्यवधान के कारण आर्थिक गतिविधि रुक गई थी। जब वैश्विक वित्तीय प्रणाली में बड़े पैमाने में प्रोत्साहन चलनिधि उपलब्ध हो गई, तब मूल्य स्थिरता के लिए चलनिधि की अधिकता के परिणामों के बारे में चिंताएं उठाई गईं। यूक्रेन युद्ध की शुरुआत के साथ ये चिंताएं साकार हुईं और मुद्रास्फीति 40 साल के उच्च स्तर पर पहुंच गई। केंद्रीय बैंकों द्वारा की गई अभूतपूर्व दरों में वृद्धि के परिणामस्वरूप विकसित अर्थव्यवस्थाओं में कुछ बैंकों की लाभप्रदता में भारी गिरावट आई। जाहिर है, इन बैंकों ने महामारी के दौरान अपनाए गए उदार नीतिगत रुख को पलटने से जुड़े ब्याज दर जोखिमों को पर्याप्त रूप से विचार में नहीं लिया था। इनमें से कुछ बैंकों के पतन या विफलता ने उक्त उल्लिखित संतुलन (ट्रेडऑफ) के विपरीत परिणाम को प्रदर्शित किया। दूसरे शब्दों में, वित्तीय स्थिरता को बहाल करने के लिए जीएफसी के दौरान किए गए उपायों ने भविष्य में मूल्य अस्थिरता जोखिमों के बीज बोए; जबकि इस बार महामारी और युद्ध के बाद, मूल्य स्थिरता चिंता को दूर करने के उपायों ने दुनिया के कुछ हिस्सों में वित्तीय अस्थिरता से संबंधित चिंताओं को जन्म दिया।

संक्षेप में, पिछले दो दशकों ने वित्तीय स्थिरता से मूल्य स्थिरता और इसके विपरीत के बीच कई संबंधों को उजागर किया है। वित्तीय स्थिरता को बढ़ावा देने के उपाय उनके उपयोग के

आधार पर मौद्रिक नीति को पूरकता प्रदान कर सकते हैं या बाधित कर सकते हैं। बैंकों, गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) और बाजारों के प्रभावी विनियमन और पर्यवेक्षण के उद्देश्य से वित्तीय स्थिरता के उपाय मौद्रिक संचरण को बढ़ा सकते हैं और मूल्य स्थिरता प्राप्त करने में मदद कर सकते हैं; जबकि असाधारण मौद्रिक विस्तार के माध्यम से वित्तीय स्थिरता के उपाय, यदि समय पर ठीक नहीं किए जाते हैं, तो मूल्य स्थिरता को खतरे में डाल सकते हैं। इसी तरह, मूल्य से वित्तीय स्थिरता तक संबंध भी दो तरीकों से संचालित होता है। सबसे पहले, कम और स्थिर मुद्रास्फीति की विस्तारित अवधि आत्मसंतोष की स्थिति के माध्यम से वित्तीय अस्थिरता का कारण बन सकती है जैसा कि पहले बताया गया है; और, लंबे समय तक कम संवृद्धि स्थिति कीमतों को नियंत्रण में तो रख सकती है, लेकिन वह वित्तीय अस्थिरता भी पैदा कर सकती है। दूसरा, उच्च मुद्रास्फीति की अवधि, जिसके लिए मजबूत मौद्रिक नीति सख्ती के कदम उठाए जाते हैं, वित्तीय स्थिरता को बाधित कर सकती है यदि ब्याज दर जोखिमों को पर्याप्त रूप से विचार में नहीं लिया जाता है। अतः, यह स्पष्ट है कि मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता के बीच संबंध का स्वरूप हमारे द्वारा किए गए नीतिगत उपायों पर निर्भर करता है।

भारतीय अनुभव

रिज़र्व बैंक के पास मौद्रिक स्थिरता और मूल्य स्थिरता बनाए रखने के लिए उसे सौंपी गई जिम्मेदारी के साथ, वित्तीय स्थिरता बनाए रखने की बड़ी जिम्मेदारी भी है क्योंकि वह बैंकों और अन्य वित्तीय क्षेत्र की संस्थाओं और बाजारों का विनियामक और पर्यवेक्षक है। मूल्य स्थिरता के विपरीत, वित्तीय स्थिरता को विशेष रूप से परिभाषित नहीं किया गया है और वह स्पष्ट रूप से मात्रात्मक नहीं है। नतीजतन, इसकी व्याख्या व्यक्तिपरक रूप से संदर्भ और परिस्थितियों के अनुरूप होती है। गवर्नर वाई. वी. रेड्डी ने केंद्रीय बैंकिंग की दृष्टि से वित्तीय स्थिरता को परिभाषित करते हुए कहा, "वित्तीय स्थिरता का अर्थ है वित्तीय बाजारों और

संस्थानों का सुचारु कामकाज, (इसका) मतलब संकट की अनुपस्थिति या उससे दूर रहना नहीं है, बल्कि गंभीर व्यवधान के बिना कुशल कामकाज के लिए अनुकूल परिस्थितियों की उपस्थिति है।⁶

हाल के वर्षों में

रिज़र्व बैंक की जिम्मेदारियों के इस अनूठे संयोजन – समष्टि-आर्थिक विनियमन और सूक्ष्म-विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण के साथ संयुक्त की गई मौद्रिक नीति ने रिज़र्व बैंक को वित्तीय और मूल्य स्थिरता दोनों, यहां तक कि हाल के वर्षों में कई अतिव्यापी और अभूतपूर्व आघातों के दौरान भी, जो एक के बाद एक आ रहे हैं पर ध्यान केंद्रित करने योग्य बनाया है। मैं आईएलएफएस संकट, कोविड-19 महामारी, यूक्रेन युद्ध, ब्याज दरों में अभूतपूर्व सख्ती और वित्तीय बाजार में उतार-चढ़ाव का क्रमवार जिक्र कर रहा हूँ।

2018 की दूसरी छमाही में आईएलएफएस के पतन के बाद, लगभग पूरे 2019 में एनबीएफसी के पर्यवेक्षण को गहन करने; उनकी चलनिधि और स्थिरता स्थिति की करीबी निगरानी; मुद्रा खरीद-बिक्री स्वैप जैसे अभिनव साधनों के माध्यम से प्रणालीगत चलनिधि उपलब्ध कराना; उचित संचार के माध्यम से बाजार का विश्वास बहाल करना और कई मोर्चों पर वास्तविक कार्रवाई के साथ इसका समर्थन करने जैसे उपाय करने की आवश्यकता थी।⁷

जब कोविड-19 महामारी ने भारत सहित वैश्विक अर्थव्यवस्था को अपनी चपेट में ले लिया, तो हमारी प्रतिक्रिया तेज और निर्णायक थी। हमने राष्ट्रव्यापी लॉकडाउन की घोषणा से पहले ही व्यापार निरंतरता के उपायों को लागू किया।⁸ दो महीने (मार्च-मई 2020) की अवधि में नीतिगत रेपो दर में 115 बीपीएस की भारी

⁶ रेड्डी वाई.वी. (2006), "वित्तीय क्षेत्र सुधार और वित्तीय स्थिरता", 10 मार्च को एक्चुअरीज के 8 वें वैश्विक सम्मेलन में दिया गया भाषण।

⁷ जून 2019 में, पॉलिसी के बाद प्रेस कॉन्फ्रेंस के दौरान, मैंने स्पष्ट रूप से कहा था कि "... हमारा प्रयास है कि किसी भी बड़ी प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण एनबीएफसी या किसी भी बड़ी एनबीएफसी का पतन न हो। और, उस दिशा में हम उभरती स्थिति की निगरानी कर रहे हैं और हम देखेंगे कि यह कैसे आगे बढ़ती है"

⁸ हम शायद पहले कुछ केंद्रीय बैंकों में से थे जिन्होंने लगभग 200 अधिकारियों, कर्मचारियों और सेवा प्रदाताओं के साथ एक विशेष संगरोध केंद्र स्थापित किया था, जो बैंकिंग और वित्तीय बाजार संचालन और भुगतान प्रणालियों में व्यापार निरंतरता सुनिश्चित करने के लिए महत्वपूर्ण गतिविधियों में लगा था।

⁵ भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम 1934 की प्रस्तावना में भारतीय रिज़र्व बैंक के मुख्य कार्यों का वर्णन इस प्रकार किया गया है: "... भारत में मौद्रिक स्थिरता प्राप्त करने की दृष्टि से बैंकनोटों के निर्गम को विनियमित करना तथा प्रारक्षित निधि को बनाए रखना और सामान्य रूप से देश के हित में मुद्रा और ऋण प्रणाली संचालित करना, अत्यधिक जटिल अर्थव्यवस्था की चुनौती से निपटने के लिए आधुनिक मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क रखना, संवृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखना।"

कमी की गई। उन्नत अर्थव्यवस्था वाले केंद्रीय बैंकों के विपरीत, जिन्होंने शून्य अथवा निचली सीमा के करीब दरों को कम किया, हमने नीतिगत रेपो दर को 4 प्रतिशत के अपने मुद्रास्फीति लक्ष्य से कम नहीं किया। रिजर्व रेपो दर को और कम करके वित्तीय स्थितियों को काफी हद तक आसान बनाया गया, जिससे रिजर्व बैंक के चलनिधि समायोजन गलियारे की न्यूनतम दर कम हुई। यह मुद्रा बाजार दरों का प्रभावी संदर्भ बन गया।

इसके अलावा जीडीपी के 8.7 प्रतिशत के बराबर चलनिधि बढ़ाने के उपायों की घोषणा की गई। हमारे चलनिधि उपाय कई मायनों में विशिष्ट थे: चलनिधि केवल रिजर्व बैंक के प्रतिपक्षों (बैंकों) के माध्यम से उपलब्ध कराई गई थी; आस्ति खरीद कार्यक्रम (जी-एसएपी) छह महीने की सीमित अवधि के लिए था; उधार सुविधाओं की पेशकश करते समय संपार्श्विकता संबंधी मानकों को कम नहीं किया गया था; और इनमें से अधिकांश चलनिधि उपलब्धता उपायों को लक्षित किया गया था जिसमें पूर्व-घोषित समापन खंड थे, जिससे उन्हें व्यवस्थित रूप से वापस लेने में मदद मिली। इसी के समानांतर, बैंक और एनबीएफसी ऋणों के पुनर्भुगतान पर छह महीने के लिए ऋणस्थगन जैसे समष्टि विवेकपूर्ण उपायों की भी घोषणा की गई, जिसके बाद कोविड-19 दबावग्रस्त आस्तियों के लिए समाधान ढांचों की भी घोषणा की गई। ये समाधान ढांचे सीमित अवधि के लिए पेश किए गए थे और सभी मामलों के लिए उपलब्ध नहीं थे, बल्कि कुछ वित्तीय और परिचालन मापदंडों की उपलब्धि के अधीन थे।

इस बात पर गौर किया जा सकता है कि इन सभी उपायों को भविष्य में पैदा होने वाली मूल्य और वित्तीय स्थिरता चुनौतियों को ध्यान में रखते हुए विचारपूर्वक तैयार किया गया था। दिलचस्प बात यह है कि रिजर्व बैंक के तुलनपत्र का आकार जो 2019-20 के 24.6 प्रतिशत से बढ़कर 2020-21 में जीडीपी का 28.6 प्रतिशत हो गया था, 2022-23 में घटकर लगभग 22.5 प्रतिशत हो गया, जो महामारी से पहले के स्तर से नीचे रहा।

⁹ 13 अक्टूबर 2023 तक, तुलनपत्र का आकार 63.5 लाख करोड़ रुपये था और केंद्रीय बजट 2023-24 में 301.8 लाख करोड़ रुपये के अनुमानित नॉमिनल जीडीपी के आधार पर, तुलनपत्र का आकार जीडीपी अनुपात में 21.0 प्रतिशत रखा गया है।

2021 के दौरान, लंबी अवधि की परिवर्तनीय दर रिवर्स रेपो (वीआरआरआर) नीलामी के माध्यम से अधिशेष चलनिधि को धीरे-धीरे शॉर्ट-एंड से लंबी अवधि में स्थानांतरित कर दिया गया, जिसने अल्पकालिक दरों को अति-निम्न स्तरों से ऊपर उठाया, जिससे वित्तीय स्थिरता चुनौतियों को कम किया जा सका। यह प्रभावी संचार के माध्यम से बाजार को पहले से ही संवेदनशील बनाकर किया गया था।

महामारी की शुरुआत के बाद की अवधि इस बात का एक उदाहरण थी कि कैसे रिजर्व बैंक ने वित्तीय स्थिरता के प्रश्नों के साथ-साथ लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) ढांचे द्वारा प्रदान किए गए लचीलेपन के भीतर, पारंपरिक और अपरंपरागत मौद्रिक नीति के माध्यम से मूल्य स्थिरता बनाए रखने के समष्टि-स्थिरता प्रश्न को प्रभावी ढंग से संबोधित किया। संवृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखने के लिए एफआईटी के तहत दोहरे अधिदेश द्वारा प्रदान किए गए लचीलेपन के साथ-साथ लक्ष्य दर के आसपास सहिष्णुता बैंड के प्रावधान ने हमें महामारी के दौरान तत्काल संवृद्धि चिंताओं पर ध्यान केंद्रित करते हुए बड़े आपूर्ति पक्ष के आघातों को समायोजित करने में मदद की।

इसके बाद, जब 2022 में यूक्रेन युद्ध का झटका लगा और मुद्रास्फीति में अचानक वृद्धि हुई, तो हमने संवृद्धि के बदले मुद्रास्फीति को प्राथमिकता देकर और मौद्रिक नीति के उदार रुख को समायोजन की वापसी में अंतरित करते हुए तुरंत रुख बदला। इसके अलावा, यह देखते हुए कि भारत में मुद्रास्फीति प्रक्रिया की प्रकृति काफी हद तक आपूर्ति पक्ष के आघातों से प्रभावित थी, सरकार द्वारा किए गए सक्रिय आपूर्ति पक्ष के उपायों ने मूल्य आवेगों को कम करने में मदद की।

वर्तमान परिस्थिति

मई 2022 और फरवरी 2023 के बीच नीतिगत रेपो दर में संचयी रूप से 250 बीपीएस की वृद्धि के बाद ब्याज दरों में वृद्धि की मात्रा को बदलते मुद्रास्फीतिक दृष्टिकोण के अनुरूप व्यवस्थित करते हुए, हमने 2023-24 में अब तक नीतिगत दरों पर ठहराव बनाए रखा है। 250 बीपीएस की वृद्धि अभी भी वित्तीय प्रणाली के माध्यम से काम कर रही है। हमने दरों में वृद्धि का सफल लाभ

पहुंचाने के लिए अपने संचार को भी उचित रूप से दुरुस्त किया है।

धीमी संवृद्धि और जिद्दी मुद्रास्फीति के मौजूदा वैश्विक माहौल में, विशेष रूप से लक्ष्य तक पहुंचने से पहले अंतिम कुछ अंतर पर, भारत में आर्थिक गतिविधि मजबूत घरेलू मांग के बल पर समुत्थानशीलता प्रदर्शित करती है।¹⁰ वर्ष 2023-24 के लिए अनुमान है कि वास्तविक जीडीपी संवृद्धि 6.5 प्रतिशत रहेगी और भारत विश्व स्तर पर संवृद्धि का नेतृत्व करेगा।

हम बदलती मुद्रास्फीतिक स्थिति पर अतिरिक्त रूप से सतर्क हैं। सब्जियों की कीमतों में सुधार के कारण सितंबर 2023 में हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति तेजी से घटकर 5.0 प्रतिशत हो गई। इसके बावजूद, खाद्य मुद्रास्फीति संबंधी संभावनाएं अनिश्चितताओं से घिरी हुई हैं। सकारात्मक पक्ष यह है कि कोर मुद्रास्फीति (यानी, खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई) जनवरी 2023 में अपने हालिया शिखर से लगभग 170 आधार अंक घटकर 4.5 प्रतिशत हो गई है। हमने 2023-24 के लिए हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति 5.4 प्रतिशत रहने का अनुमान लगाया है। जैसा कि सितंबर 2023 के हमारे सर्वेक्षण से स्पष्ट है, कोविड-19 महामारी के बाद पहली बार एकल अंक के क्षेत्र में प्रवेश करने वाली मुद्रास्फीति की उम्मीदों को नियंत्रित करने की दिशा में और प्रगति हुई है। वर्तमान स्थिति में, मौद्रिक नीति को सक्रिय रूप से अवस्फीतिकारी बने रहने की जरूरत है ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि चल रही अवस्फीति प्रक्रिया सुचारु रूप से आगे बढ़े।

वित्तीय स्थिरता के मोर्चे पर, हाल की अवधि में कई आघातों के दौरान, रिजर्व बैंक ने एक विवेकपूर्ण दृष्टिकोण अपनाया है और एक एकीकृत और सामंजस्यपूर्ण संरचना विकसित करके बैंकों, एनबीएफसी और अन्य वित्तीय संस्थाओं के विनियमन और पर्यवेक्षण में सुधार करने के लिए कई उपाय किए हैं। भारतीय वित्तीय क्षेत्र स्थिर और समुत्थानशील रहा है, जो बेहतर आस्ति गुणवत्ता, पर्याप्त पूंजी और चलनिधि बफर और मजबूत आय वृद्धि

द्वारा समर्थित बैंक ऋण में निरंतर वृद्धि में परिलक्षित होता है।¹¹ ऋण जोखिम के समष्टि-दबाव परीक्षणों से पता चलता है कि अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक (एससीबी) गंभीर तनाव परिदृश्यों में भी न्यूनतम पूंजी आवश्यकताओं का अनुपालन करने में सक्षम होंगे। जून 2023 के आंकड़ों के अनुसार एनबीएफसी के वित्तीय संकेतक भी व्यापक वित्तीय प्रणाली के अनुरूप हैं। इसके बावजूद, आत्मसंतोष के लिए कोई जगह नहीं है क्योंकि अच्छे समय के दौरान ही कमजोरियां बढ़ सकती हैं; इसलिए, अच्छे समय के दौरान बफर बनाना उचित होगा। बैंकों, एनबीएफसी और अन्य वित्तीय क्षेत्र की संस्थाओं को सतर्क रहना चाहिए और अपने घरों की लंबित मरम्मत, यदि कोई हो, को पूरा करना चाहिए। छतों को ठीक करने की आवश्यकता है, दीवारों को और मजबूत करने की आवश्यकता है और भविष्य में संभावित प्रतिकूल मौसम की घटनाओं का सामना करने के लिए मौसम अच्छा होने पर नींव को मजबूत करने की आवश्यकता है।

निष्कर्ष

अब मैं अपनी बात समाप्त करता हूँ। मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता एक दूसरे के पूरक हैं। वास्तव में, मूल्य स्थिरता वित्तीय स्थिरता के लिए एक नियंत्रक है, लेकिन दोनों के बीच संतुलन स्थापित करना कई बार चुनौतीपूर्ण हो जाता है। हमारा प्रयास रहा है कि हम इन पूरकताओं और संतुलन स्थापन को यथासंभव कुशलता पूर्वक प्रबंधित करें। संवृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता को प्राथमिकता देना कानून के तहत अनिवार्य है, साथ ही हम वित्तीय स्थिरता को भी अनिवार्य मानते हैं। हमारी नीतियां और साधनों के विकल्प इस समग्र दृष्टिकोण से निर्देशित होते हैं। हमने अपने समष्टि-आर्थिक आधारों और बफर को मजबूत किया है, और ये अर्थव्यवस्था को लगने वाले बड़े झटकों का सामना करने और तेजी से अस्थिर हो रहे और अनिश्चित वैश्विक वातावरण से गुजरने करने के लिए

¹⁰ 10 वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) ने 2023-24 की पहली तिमाही में वर्ष-दर-वर्ष 7.8 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज की। पहली तिमाही में सकल स्थायी पूंजी निर्माण में 8.0 प्रतिशत और निजी खपत में 6.0 प्रतिशत की वृद्धि हुई। आपूर्ति पक्ष पर, वास्तविक सकल मूल्ययोजित (जीवीए) भी 2023-24 की पहली तिमाही में 7.8 प्रतिशत बढ़ा, जिसमें सेवा क्षेत्र में 10.0 प्रतिशत की वृद्धि हुई।

¹¹ अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों (एससीबी) की आस्ति गुणवत्ता और दबाव के सभी प्रमुख संकेतकों में निरंतर आधार पर सुधार जारी है। जून 2023 तक के अनंतिम आंकड़ों से संकेत मिलता है कि सकल गैर-निष्पादित आस्ति (जीएनपीए) और शुद्ध गैर-निष्पादित आस्ति (एनएनपीए) अनुपात क्रमशः 3.6 प्रतिशत और 0.9 प्रतिशत के दशक के निचले स्तर पर आ गए। एससीबी का पूंजी पर्याप्तता अनुपात (सीआरएआर) जून 2023 में बढ़कर 16.9 प्रतिशत हो गया, जो जून 2022 में 16.2 प्रतिशत था।

समुत्थानशीलता प्रदान कर रहे हैं। पूर्व फेड अध्यक्ष एलन ग्रीनस्पैन ने एक बार कहा था, "अधिक मौलिक रूप से, अधिक आर्थिक स्थिरता का वातावरण दुनिया के अधिकांश हिस्सों में प्रभावशाली संवृद्धि के लिए महत्वपूर्ण रहा है।"¹² (More fundamentally,

an environment of greater economic stability has been key to the impressive growth in much of the world) हाल के वर्षों में भारत का आर्थिक निष्पादन इस दृष्टिकोण को विश्वसनीयता प्रदान करता है।

धन्यवाद। नमस्कार।

¹² श्री एलन ग्रीनस्पैन द्वारा टिप्पणी, 14 नवंबर 2005।